

<b>Publicatie</b>	WPNR: Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie
<b>Uitgever</b>	Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie
<b>Jaargang</b>	139
<b>Publicatiedatum</b>	22-11-2008
<b>Afleveringsnummer</b>	6776
<b>Titel</b>	Bescherming van minderheidsaandeelhouders bij een grensoverschrijdende fusie
<b>Auteurs</b>	Prof. mr. G. van Solinge, Hoogleraar ondernemingsrecht Van der Heijden Instituut/Onderzoekcentrum Onderneming & Recht Radboud Universiteit Nijmegen en advocaat in Amsterdam. (gerard.vansolinge@allenovery.com); Mr. H.J.M.M. van Boxel, Notaris in Eindhoven en medewerker van het Van der Heijden/Onderzoekcentrum Onderneming & Recht Instituut Radboud Universiteit Nijmegen. (hvanboxel@akd.nl)
<b>Samenvatting</b>	De auteurs besteden aandacht aan een aantal opmerkelijke zaken rondom het uittreedrecht van minderheidsaandeelhouders bij een grensoverschrijdende fusie.
<b>Paginanummers</b>	885-896
<b>Rubriek</b>	Artikel



WPNR 2008(6776) Bescherming van minderheidsaandeelhouders bij een grensoverschrijdende fusie

# Bescherming van minderheidsaandeelhouders bij een grensoverschrijdende fusie

## Enkele vragen bij de nieuwe wettelijke regeling

### I. Inleiding

Op 24 juni is door de Eerste Kamer het Wetsvoorstel tot implementatie van de Tiende Richtlijn[noot:1] aangenomen (hierna: de Implementatiewet). Het Wetsvoorstel dat op 2 oktober 2007 door de Tweede Kamer met algemene stemmen was aangenomen is als hamerstuk afgedaan. De wet is op 15 juli in werking getreden[noot:2]. Het is toe te juichen dat de wet in werking is getreden. Daarmee is de discussie over de vraag naar de toelaatbaarheid van grensoverschrijdende fusies voor kapitaalvennootschappen binnen de Europese Economische Ruimte van de baan.[noot:3] De aanname van het wetsvoorstel volgde kort na het bericht dat de Europese Unie een procedure dreigde te starten tegen Nederland omdat Nederland te laat was met de implementatie[noot:4]. Deze had uiterlijk op 15 december 2007 moeten plaatsvinden.

Eerder werd door WPNR een themanummer uitgegeven met als titel 'Grensoverschrijdende juridische fusie en omzetting van rechtspersonen'. [noot:5] Daarin heeft een aantal schrijvers suggesties gedaan ten aanzien van het toen voorliggende wetsvoorstel.[noot:6] Ook door anderen is in de literatuur aandacht gevraagd voor punten die verbeterd zouden kunnen worden.[noot:7] In deze bijdrage besteden wij aandacht aan een aantal opmerkelijke zaken rondom het uittreedrecht van minderheidsaandeelhouders bij een grensoverschrijdende fusie

die naar onze mening aanpassing, verduidelijking of opname in de wettelijke regeling blijven verdienen.

## **II. Bescherming van minderheidsaandeelhouders**

### ***A. Algemeen***

De nieuwe wettelijke regeling kent in art. 333h een beschermingsregeling voor minderheidsaandeelhouders die tegen het voorstel tot grensoverschrijdende fusie hebben gestemd. Het artikel is gebaseerd op art. 4 lid 2 van de Tiende Richtlijn[noot:8] dat lidstaten de mogelijkheid biedt ten aanzien van vennootschappen die aan een grensoverschrijdende fusie deelnemen en onder hun wetgeving ressorteren bepalingen vast te stellen met het oog op een passende bescherming van deelgerechtigden die zich als minderheid tegen de grensoverschrijdende fusie hebben verzet[noot:9]. Voorwaarde is wel dat de in de nationale wetgeving uit te werken maatregelen in proportie zijn met het doel waarvoor zij gesteld worden en met het oog op het verwezenlijken van bepaalde door het Hof van Justitie geaccordeerde doelen[noot:10] [noot:11].

Nederland heeft van deze mogelijkheid gebruik gemaakt. Art. 333h luidt:

1. “Indien de verkrijgende vennootschap een vennootschap naar het recht van een andere lidstaat van de Europese Unie of de Europese Economische Ruimte is, kan de aandeelhouder van een verdwijnende vennootschap die tegen het fusiebesluit heeft gestemd, binnen een maand na de datum van het besluit bij de verdwijnende vennootschap een verzoek indienen tot schadeloosstelling.
2. De schadeloosstelling wordt bij gebreke van overeenstemming bepaald door een of meer onafhankelijke deskundigen, op verzoek van de meest gerede partij, te benoemen door de voorzitter van de ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam.
3. De aandelen waarop het verzoek betrekking heeft, vervallen op het moment dat de fusie van kracht wordt.
4. Voor de toepassing van dit artikel worden met aandeelhouders gelijkgesteld de houders van certificaten van aandelen als bedoeld in artikel 118a.”

### ***B. Toepassingsgebied***

Een eerste vraag die zich opwerpt is die naar het toepassingsbereik van de bescherming.

De beschermingsregeling is (in eerste instantie) bedoeld voor de minderheidsaandeelhouder. Dat is op te maken uit de wettekst. Lid 1 van art. 333h geeft de hoofdregel:

‘...kan de aandeelhouder van een verdwijnende vennootschap die tegen het fusiebesluit heeft gestemd...’.

Dat het moet gaan om een minderheidsaandeelhouder lijkt te volgen uit het systeem van de wet.

Voor de fusie is een besluit nodig. Dat besluit zal genomen moeten worden met ten minste de gewone meerderheid van de stemmen. De hoofdregel voor het tot stand komen van besluiten is neergelegd in art. 230 lid 1 eerste zin dat als regel geeft dat alle besluiten waaromtrent bij

de statuten geen grotere meerderheid is voorgeschreven genomen worden met volstreekte meerderheid van de uitgebrachte stemmen.

Voor een besluit tot fusie bij een kapitaalvennootschap geeft de wet nog een tweetal bijzondere voorschriften. Deze vinden wij in de art. 317 leden 3 en 4 en 330 lid 1 en lid 2 eerste zin welke achtereenvolgens luiden:

‘Een besluit tot fusie wordt genomen op dezelfde wijze als een besluit tot wijziging van de statuten. Vereisen de statuten hiervoor goedkeuring, dan geldt dit ook voor het besluit tot fusie. Vereisen de statuten voor de wijziging van afzonderlijke bepalingen verschillende meerderheden, dan is voor een besluit tot fusie de grootste daarvan vereist, en sluiten de statuten wijziging van bepalingen uit, dan zijn de stemmen van alle stemgerechtigde (..) aandeelhouders vereist; een en ander tenzij die bepalingen na de fusie onverminderd zullen gelden.’[[noot:12](#)]

‘Lid 3 geldt niet, voor zover de statuten een andere regeling voor besluiten tot fusie geven.’[[noot:13](#)];

‘Voor het besluit tot fusie van de algemene vergadering is in elk geval een meerderheid van ten minste twee derden vereist, indien minder dan de helft van het geplaatste kapitaal ter vergadering is vertegenwoordigd.’[[noot:14](#)];

‘Zijn er verschillende soorten aandelen, dan is naast het besluit tot fusie van de algemene vergadering vereist een voorafgaand of gelijktijdig goedkeurend besluit van elke groep houders van aandelen van een zelfde soort aan wier rechten de fusie afbreuk doet.’[[noot:15](#)].

Uit het systeem en de opsomming volgt dat er een meerderheidsbesluit vereist is om tot een fusie te komen. Dat betekent dat wanneer de meerderheid voor het voorstel stemt, de tegenstemmers per definitie de minderheid vormen. Zonder meerderheid geen minderheid en dus geen fusie.

Op basis van die gedachtevorming is een nadere definitie of afbakening van het begrip minderheid niet nodig.

### *C. Nuanceringen ten aanzien van het begrip ‘minderheid’*

#### *(i) Algemeen*

De ‘minderheid’ wordt bepaald op basis van stemrecht in de algemene vergadering waarin tot de fusie wordt besloten.

Bepalend is het aantal stemmen dat wordt uitgebracht. Doorgaans zal de kapitaaldeelname en daaraan gekoppeld de gerechtigdheid tot de winst en het liquidatieoverschot gelijke tred houden met het stemrecht in de algemene vergadering van aandeelhouders.

Bij een BV met een geplaatst kapitaal van € 18.000 dat is verdeeld in 18.000 aandelen van € 1,00 elk, zal zonder bijzondere statutaire bepalingen ieder aandeel conform de wettelijke hoofdregel van art. 228[[noot:16](#)] recht geven op het uitbrengen van één stem. De aandelen hebben zonder nadere regeling ook gelijke rechten ten aanzien van de winst en het overschot

bij liquidatie. Bij een fusie zal de ruilverhouding voor de aandelen normaliter per aandeel gelijk zijn.

Er zijn echter zeer wel gevallen denkbaar waarbij de koppeling tussen zeggenschap en economische rechten niet gelijk is. Wij geven een aantal voorbeelden.

#### *(ii) Soorten aandelen*

Het Nederlandse vennootschapsrecht kent verschillende soorten aandelen.

De drie hoofdvormen die ook in de wet gekend worden zijn gewone aandelen, preferente aandelen en prioriteitsaandelen. Door het gebruik van deze verschillende soorten aandelen kan een niet synchrone verdeling tussen zeggenschap en economische rechten worden bewerkstelligd. De beschermingsregeling van art. 333h maakt geen onderscheid ten aanzien van de bijzondere vormen van aandelen. Wij menen dat dat ook terecht is. De eenvoud van het huidige systeem maakt een onderscheid onnodig; een tegenstemmende aandeelhouder wordt nimmer geconfronteerd met een door hem ongewenste grensoverschrijdende fusie; het besluit wordt (mede) als gevolg van zijn stemgedrag niet genomen, of hij wordt beschermd door de wettelijke regeling.

#### *(iii) Stemrechtbeperking*

Een ander voorbeeld waarbij economische gerechtigdheid en stemrecht niet synchroon hoeven te lopen is dat in de statuten van de vennootschap een regeling omtrent stemrechtbeperking is opgenomen. De mogelijkheid tot stemrechtbeperking geeft de wet in art. 118/228.

Nemen wij als voorbeeld de hiervoor geschetste situatie waarbij een vennootschap een geplaatst kapitaal heeft van

18.000 aandelen van € 1,00 dan zouden de statuten kunnen bepalen dat een aandeelhouder maximaal zes stemmen kan uitbrengen.[\[noot:17\]](#)

Een wel heel vergaande onevenwichtigheid in de verdeling van economische rechten en zeggenschapsrechten kan zich in dit voorbeeld voordoen.

Stel dat de vennootschap vijf aandeelhouders heeft.

Vier van hen houden ieder 1.000 aandelen. De vijfde aandeelhouder houdt 14.000 aandelen.[\[noot:18\]](#)

Stemmen in een algemene vergadering van aandeelhouders waarin het besluit tot fusie aan de orde komt de vier aandeelhouders die ieder 1.000 aandelen houden vóór het voorstel en de aandeelhouder die 14.000 aandelen houdt tegen het voorstel dan komt het besluit tot stand en wordt de grootaandeelhouder beschermd[\[noot:19\]](#). Van een minderheidsaandeelhouder kan in dit verband niet gesproken worden.

#### *(iv) Stemrechtloze aandelen*

Met de introductie van de flex BV zullen op basis van het thans voorliggende wetsvoorstel stemrechtloze aandelen in het Nederlandse vennootschapsrecht worden geïntroduceerd.[\[noot:20\]](#) Daarnaast kunnen in de flex BV ‘winstrechtloze aandelen’ worden gecreëerd.[\[noot:21\]](#) Deze aandelen delen niet in de winst. Vereist is dat aan een aandeel in ieder geval een van de rechten (winstrecht of stemrecht) kleeft.[\[noot:22\]](#)

Bij een BV waarin stemrechtloze aandelen zijn geplaatst kan de hiervoor geschetste onevenwichtigheid tussen zeggenschap en economische gerechtigdheid leiden tot situaties die tot nadenken dwingen.

Wij nemen wederom als voorbeeld de vennootschap met een geplaatst kapitaal dat is verdeeld in 18.000 aandelen van € 1,00 elk.[\[noot:23\]](#) Alle aandelen delen in de winst, met uitzondering van één aandeel. Dat ene aandeel, dat geen economische rechten kent, heeft echter wel stemrecht.

In de statuten kan worden bepaald dat aan de aandelen die winstgerechtigd zijn geen stemrecht gekoppeld is of -als variant- dat ten aanzien van het besluit tot fusie slechts de houder van het winstrechtloze aandeel stemrecht heeft. Hier ontpopt zich een belangrijk verschil met de situatie van de stemrechtbeperking. In gevallen van stemrechtbeperking geldt nog steeds de regel van het huidige art. 228 lid 1: iedere aandeelhouder heeft ten minste één stem. In het geschetste voorbeeld met een combinatie van winstrechtloze aandelen en stemrechtloze aandelen is daarvan geen sprake. De houder van het ene aandeel kan besluiten tot de fusie. Niet ondenkbaar is dat op grond van de ruilverhouding hij niet eens recht heeft op een aandeel in de verkrijgende vennootschap. De houders van de stemrechtloze aandelen hebben geen stemrecht en kunnen daardoor eenvoudigweg niet tegen het fusiebesluit stemmen. Op basis van de huidige wettekst komt hen geen bescherming toe. Immers, de stemrechtloze aandeelhouder kan niet tegen de fusie stemmen. En dat is nu juist een eis die door art. 333h wordt gesteld. Verdedigd wordt wel eens de stelling dat de minderheid zich dient neer te leggen bij het besluit van de meerderheid.[\[noot:24\]](#) Als die stelling al juist is zou die dan ook hier opgeld moeten doen? Een moeilijke vraag. Van ‘minderheid’ kan hier eigenlijk niet eens gesproken worden. Betekent dat dan dat moet worden aangenomen dat houders van stemrechtloze aandelen zich per definitie moeten neerleggen bij een besluit tot grensoverschrijdende fusie door de enige houder van een aandeel met stemrecht? Voor die stelling pleit dat inherent is aan hun positie dat zij geconfronteerd worden met besluiten waar zij zelf geen invloed op kunnen uitoefenen. Tegen de stelling pleit dat zij zich van zo vergaande gevolgen wellicht niet eens bewust zijn. Ook is het de vraag of in deze situatie wel voldaan wordt aan de voorwaarde dat de in de nationale wetgeving uit te werken maatregelen in proportie zijn tot het doel waarvoor zij gesteld worden en met het oog op het verwezenlijken van bepaalde door het Hof van Justitie geaccordeerde doelen.

Wanneer verdedigd kan worden dat de grensoverschrijdende fusie afbreuk doet aan de rechten van de houders van de stemrechtloze aandelen dan zou art. 330 lid 2 hen nog redding kunnen bieden. Op grond van dat artikel is er een goedkeurend besluit nodig van elke groep houders van aandelen van een zelfde soort aan wier rechten de fusie afbreuk doet.

Wij menen dat die stelling gerechtvaardigd kan zijn. Dit volgt uit de motivering van de invoering van de regeling, inhoudende dat naar buitenlands recht de aandeelhouder niet altijd dezelfde bescherming geniet. Het (mogelijke) verlies van het enquêterecht is daarvan een voorbeeld.[\[noot:25\]](#)

Komen aandeelhouders in een dergelijke discussie terecht dan is natuurlijk de vraag of in het specifieke geval ook sprake is van 'afbreuk'. De Minister heeft de mogelijkheid tot uittreding in de wet op te nemen gemotiveerd door te stellen dat het systeem van bescherming van minderheidsaandeelhouders binnen het Nederlandse recht wordt doorbroken indien de grensoverschrijdende fusie resulteert in het aandeelhouderschap van een verkrijgende vennootschap naar het recht van een andere lidstaat van de Europese Unie. 'Daarmee is geen oordeel gegeven over het niveau van bescherming in andere landen; slechts wordt vastgesteld dat het een andere regeling betreft. Voor deze vorm van grensoverschrijdende fusie is het uitreedrecht voorzien'.[\[noot:26\]](#)

Onderkend is dat er geen sprake hoeft te zijn van afbreuk van rechten; voor de minderheidsaandeelhouder die tegen de fusie stemt is dat irrelevant. Maar de houder van stemrechtloze aandelen kan -bij gebreke van de mogelijkheid tegen de fusie te stemmen- naar onze mening zijn redding slechts vinden in de mogelijkheid de fusie tegen te houden met een beroep op art. 330 lid 2 indien sprake is van afbreuk van rechten.

Een extra nuancering die gemaakt moet worden is dat de houder van de stemrechtloze aandelen die bij toepassing van art. 330 lid 2 overstemd wordt door zijn mede aandeelhouders die eveneens geen stemrecht hebben, géén uitreedrecht heeft. Met andere woorden, de groep van stemrechtloze aandeelhouders kan het besluit tot fusie hooguit tegenhouden door de goedkeuring ex art. 330 lid 2 niet te verlenen. Verleent 'die groep' de goedkeuring dan is het besluit tot fusie genomen. In die gevallen wordt -onder de huidige regeling- een minderheidsaandeelhouder zonder stemrecht niet beschermd. Wij zouden willen bepleiten dat de wetgever bij de invoering van het wetsvoorstel vereenvoudiging en flexibilisering van het BV-recht met de geschetste situatie rekening houdt en zorgt voor een gelijkwaardige bescherming van aandeelhouders met stemrecht en (individuele) aandeelhouders zonder stemrecht.

### **III. Bescherming van anderen dan aandeelhouders**

#### ***A. Certificaathouders ex art. 118a***

##### *(i) Algemeen*

De positie van de aandeelhouder zonder stemrecht is goed te vergelijken met die van een certificaathouder. Ook de certificaathouder komt geen stemrecht toe. Wel heeft hij de economische rechten die aan het aandeel verbonden zijn. Verschil tussen de houder van certificaten en de houder van stemrechtloze aandelen is dat de certificaathouder zijn vorderingsrecht heeft jegens het administratiekantoor dat de aandelen houdt waarvoor de certificaten zijn toegekend. De houder van de stemrechtloze aandelen heeft zijn economische aanspraak rechtstreeks jegens de vennootschap.

##### *(ii) Gelijkstelling*

Voor de toepassing van de schadeloosstellingregeling worden met aandeelhouders gelijkgesteld de houders van certificaten van aandelen als bedoeld in art. 2:118a BW[\[noot:27\]](#).

Het gaat hier om de houders van certificaten van aandelen die met medewerking van de naamloze vennootschap zijn uitgegeven en die - kort gezegd - beursgenoteerd zijn. De

Memorie van Toelichting bij de Implementatiewet vermeldt dat aan deze certificaathouder op grond van de leden 2 tot en met 4 ‘*thans*’ in bepaalde gevallen stemrecht toekomt[noot:28]. De regeling is zo dat de certificaathouder steeds van het administratiekantoor dat de aandelen houdt een volmacht tot het uitbrengen van stemmen kan verlangen. Het administratiekantoor kan echter in “oorlogstijd” de volmacht onder bepaalde voorwaarden, waarover de leden 2 tot en met 4 van het artikel gaan, beperken, uitsluiten of herroepen. Bedacht moet worden dat de Memorie van Toelichting is geschreven in de tijd dat de wet tot implementatie van de Dertiende Richtlijn[noot:29] betreffende het overname bod werd voorbereid. In het oorspronkelijke voorstel dat toen ter tafel lag, werd voorgesteld de leden 2 tot en met 4 van art. 118a te schrappen. Als gevolg daarvan zou de certificaathouder in alle gevallen het stemrecht hebben. Als gezegd, zijn de leden 2 tot en met 4 uiteindelijk niet geschrapt.

Buiten “oorlogstijd” kan de certificaathouder dus ook (op basis van een volmacht) het stemrecht uitoefenen. Daarmee lijkt zijn positie erg veel op die van een aandeelhouder. Met de nuancering dat beide rechten via getrapte weg bij hem komen, kan geconcludeerd worden dat hij zowel de economische rechten (via het administratiekantoor) als de zeggenschapsrechten (via de door het administratiekantoor aan hem verleende volmacht) heeft.

### *(iii) Het stemrecht*

Ten aanzien van het stemrecht waar de 118a-certificaathouder (mogelijk) gebruik van kan maken, kan onderscheiden worden in drie situaties:

- i. het administratiekantoor heeft de volmacht verleend;
- ii. het administratiekantoor heeft bekend gemaakt dat zij de volmacht zal verschaffen;
- iii. het administratiekantoor sluit de volmacht uit, beperkt deze of herroept een reeds verleende volmacht.[noot:30]

Het onderscheid is van belang om te bepalen wanneer de certificaathouder van zijn recht tot het doen van een verzoek tot schadeloosstelling gebruik kan maken. Is vereist dat hij over een geldige stemvolmacht beschikt? Met andere woorden, kan hij alléén van het uittreedrecht gebruik maken als hij daadwerkelijk over een volmacht van het administratiekantoor beschikt? En dus niet in “oorlogstijd”?

Soortgelijke vragen spelen ook bij andere situaties binnen het recht. Van Olffen[noot:31] behandelt de verschillende situaties (wel stemrecht/geen stemrecht) in het kader van het verplicht openbaar bod. Hij concludeert, in tegenstelling tot anderen[noot:32], dat voor het verplicht moeten uitoefenen van het openbaar bod de certificaathouder daadwerkelijk het stemrecht moet kunnen uitoefenen. Hij schrijft: ‘in de wettelijke regeling is het kunnen uitoefenen van (ten minste) 30 procent van de stemrechten een vereiste dat niet zo maar opzijgeschoven kan worden’.

Wij zijn het met hem eens.

Maar een dergelijk vereiste zou naar ons idee niet bij de uittreedregeling moeten gelden. Dat zou namelijk betekenen dat het uittreedrecht de certificaathouder niet zou toekomen ingeval het administratiekantoor het stemrecht zelf uitoefent.

a) Dubbel stemrecht?



Art. 333h kan niet zo gelezen worden dat de certificaathouder ten aanzien van een besluit tot grensoverschrijdende fusie óók (dus naast het administratiekantoor) stemrecht krijgt. Dat zou leiden tot dubbel stemrecht. Een dergelijke regeling past niet in het wettelijk systeem. Een besluit tot fusie wordt genomen met een meerderheid van ten minste twee derde van de stemgerechtigden, indien minder dan de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigd is[noot:33]. Door het verlenen van dubbel stemrecht zouden er ongewenste machtsverschuivingen kunnen ontstaan.

#### b) Het spreekrecht

Een regeling waarbij slechts de certificaathouder die de volmacht heeft en tegenstemt het recht om uit te treden toekomt zou tot gevolg hebben dat, wanneer in oorlogstijd op rechtmatige wijze de volmacht geweigerd of ingetrokken wordt, het recht tot het doen van het verzoek tot schadeloosstelling vervalt. Dat kan nooit de bedoeling zijn nu de regeling expliciet geschreven is ter bescherming van de minderheidsaandeelhouder.

Zou, dat overwegende, dan de juiste uitleg kunnen zijn die waarbij de certificaathouder het uittreedrecht ook heeft zonder dat hij een stemvolmacht heeft? Met andere woorden, dient de bepaling zo gelezen te worden dat de certificaathouder die het stemrecht krachtens volmacht uitoefent en tegenstemt alsook de certificaathouder die van zijn spreekrecht ex art. 117 lid 2 in de algemene vergadering gebruik maakt en kenbaar maakt tegen de fusie te zijn, het recht op schadeloosstelling toekomt?

De situatie is dan een andere dan die bij het openbaar bod; het hebben van een volmacht is geen vereiste. Voldoende (maar wel vereist) is dan dat de certificaathouder, gebruikmakend van zijn spreekrecht in de algemene vergadering, aangeeft tegen de voorgenomen grensoverschrijdende fusie te zijn.

Als de uitleg zo zou moeten zijn dat de certificaathouder die van zijn spreekrecht gebruik maakt maar het stemrecht niet heeft[noot:34] toch beschermd zou worden kan zich een wel heel bijzondere situatie voordoen. Het administratiekantoor kan vóór de fusie stemmen. Daarmee wordt het besluit genomen. Tegelijkertijd kunnen de certificaathouders aangeven tegen de fusie te zijn. Gevolg is dat zij gebruik kunnen maken van hun uittreedrecht met als resultaat dat de aandelen waarvan zij de certificaten houden bij de fusie komen te vervallen. Hadden de certificaathouders die tegen de fusie zijn in dat geval de stemvolmacht gehad dan was de fusie bij gebreke van de vereiste meerderheid wellicht niet doorgegaan.

Dat zou kunnen betekenen dat wanneer:

- i. alle aandelen zijn gecertificeerd; en
- ii. alle certificaathouders tegen de fusie zijn; maar
- iii. het administratiekantoor vóór de fusie stemt de fusie doorgaat maar voor de aandelen in de verdwijnende vennootschap geen aandelen worden toegekend in de verkrijgende vennootschap.

Wij onderkennen direct dat dit voorbeeld waarschijnlijk wat te ver voert. Maar het geeft wel aan dat het systeem niet waterdicht is en zal leiden tot verdere discussies.

#### (c) Geen weigering, beperking of herroeping volmacht?



De tekst van art. 333h is minder gelukkig gekozen.

Art. 333h lid 1 schrijft als vereiste voor dat de aandeelhouder tegen het fusievoorstel moet hebben gestemd. Lid 4 stelt aandeelhouders en certificaathouders als bedoeld in art. 118a gelijk. De Memorie van Toelichting schept in die zin geen helderheid door te stellen:

“Ook de houder van een certificaat van aandeel als bedoeld in artikel 2:118a lid 1 BW kan tegen het fusievoorstel stemmen”[[noot:35](#)].

Dat is wel juist, maar niet in alle gevallen. Nogmaals, de omissie is ontstaan toen de wetgever kennelijk uitging van een andere tekst van art. 118a. Maar daar is het zoals bekend niet van gekomen. Ongelukkigierwijs is (kennelijk) vergeten art. 118a aan te passen.

Uit art. 118a leren wij dat als ‘naar het oordeel van de stemgerechtigde uitoefening van het stemrecht door een houder van certificaten wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap en de daarmee verbonden onderneming’[[noot:36](#)] de volmacht kan worden ingetrokken. Bij een grensoverschrijdende fusie kan zich dat zomaar voordoen. Daarmee zou de beschermingsregeling voor de certificaathouder bij een voorgenomen grensoverschrijdende fusie een lege huls kunnen blijken terwijl de regeling nu juist expliciet voor die ene concrete situatie is geschreven. Zou de enige juiste uitleg van art. 333h dan zijn dat de certificaathouder het administratiekantoor steeds een stemvolmacht kan vragen om te kunnen stemmen ter zake van de fusie waarbij het administratiekantoor de volmacht niet mag weigeren? Het beperken, uitsluiten of herroepen van een gegeven volmacht zou dan in strijd zijn met de redelijkheid en billijkheid. Gesteld zou kunnen worden dat de uitoefening van het stemrecht door de certificaathouder niet wezenlijk in strijd is met het belang van de vennootschap.[[noot:37](#)]

#### *B. Andere stakeholders*

De discussie over wie wel beschermd wordt en wie niet, kan zich ook voordoen in andere situaties. Wij volstaan hier met het geven van een aantal voorbeelden zonder deze nader op deze plaats uit te werken. Te denken valt aan:

- i. houders van certificaten welke niet beursgenoteerd zijn[[noot:38](#)];
- ii. aandeelhouders die als gevolg van een op hun aandelen rustend pandrecht zelf geen stemrecht op de aandelen kunnen uitoefenen;
- iii. vruchtgebruikers die als gevolg van een op hun aandelen rustend vruchtgebruik zelf geen stemrecht op de aandelen kunnen uitoefenen.[[noot:39](#)]

## **IV. Betaling van de schadeloosstelling**

Wanneer vaststaat dat een uittredende aandeelhouder onder het toepassingsbereik van de regeling valt en aan alle voor de uittreding gestelde vereisten heeft voldaan, zal er betaald moeten worden. Voor de betaling van de schadeloosstelling komen twee partijen in aanmerking:[[noot:40](#)]

- i. de verdwijnende vennootschap in het kapitaal waarvan de minderheidsaandeelhouder participeert;
- ii. de verkrijgende vennootschap.

Om bij die laatste te beginnen is het de vraag of een als verkrijgende vennootschap optredende buitenlandse vennootschap wel gehouden is aan een procedure rondom het uittreedrecht van minderheidsaandeelhouders bij een van de verdwijnende vennootschappen en of zij wel gehouden is die betaling te doen. In de Tiende Richtlijn is met dit mogelijke probleem rekening gehouden. De regeling die ziet op procedures rond de controle en aanpassing van de ruilverhouding en de compensatie van minderheidsaandeelhouders luidt[noot:41]:

“Indien de wetgeving van een lidstaat waaronder een van de fuserende vennootschappen ressorteert, voorziet in een procedure om de ruilverhouding van de bewijzen van deelgerechtigdheid te controleren en te wijzigen of in een procedure ter compensatie van deelgerechtigden die de minderheid vormen, zonder dat de inschrijving van de grensoverschrijdende fusie in het register wordt verhinderd, gelden dergelijke procedures alleen indien de andere fuserende vennootschappen uit lidstaten waar niet in dergelijke procedures is voorzien bij de goedkeuring, van het voorstel voor een grensoverschrijdende fusie overeenkomstig artikel 9 lid 1 uitdrukkelijk de mogelijkheid aanvaarden dat op een dergelijke procedure een beroep wordt gedaan voor de rechter die rechtsbevoegdheid heeft ten aanzien van die fuserende vennootschap. In dat geval kan de in lid 1 bedoelde instantie het in lid 2 bedoelde attest afgeven, ook indien de procedure reeds is ingeleid. In het attest moet evenwel vermeld worden dat de procedure aanhangig is gemaakt. De in de procedure gegeven beslissing bindt de uit de grensoverschrijdende fusie ontstane vennootschap en al haar deelgerechtigden.”

Gevolg van de regeling is ter keuze van betrokkenen en wel:

- i. de verdwijnende vennootschap handelt de schadeloosstelling af vóór de fusie; of
- ii. de afwikkeling geschiedt door de verkrijgende vennootschap, na de fusie.

In de parlementaire behandeling van de Implementatiewet heeft de Minister de verwachting uitgesproken dat het bestuur van de fuserende vennootschap terstond na de algemene vergadering zal trachten met de tegenstemmende minderheidsaandeelhouders die willen uittreden tot overeenstemming te komen voordat de fusie een feit is.[noot:42] De Minister verwacht dus dat de eerste mogelijkheid zich normaliter zal voordoen.

Volledig in tegenstelling met deze opvatting van de Minister heeft Leijten[noot:43] de voorspelling gedaan dat in de praktijk altijd gekozen zal worden voor de tweede optie die door hem ‘de verkorte procedure’ wordt genoemd; de afwikkeling geschiedt door de verkrijgende vennootschap na de fusie. In dat geval is wel vereist dat (de aandeelhouders van) alle fuserende vennootschappen aanvaarden dat het uittreedrecht tegen de verkrijgende vennootschap aanhangig kan worden gemaakt bij de rechter die rechtsmacht zou hebben gehad over de verdwijnende vennootschap. Wordt zulks niet aanvaard door alle fuserende vennootschappen dan zal de fusie géén doorgang kunnen vinden zolang de schadeloosstelling niet is afgewikkeld. Wie van hen beiden gelijk zal krijgen zal de tijd leren. Feit is dat er - onder voorwaarden- twee vennootschappen voor de betaling in aanmerking komen. Op bijzonderheden die dan kunnen spelen komen wij hieronder terug.

## **V. De schadeloosstelling en de accountantsverklaring ex art. 328**

### ***A. De rol van de accountant***

Bij een nadere beschouwing van de betaling van de schadeloosstelling vraagt de rol van de accountant en de door hem af te geven verklaringen om nadere aandacht. Aan de accountant is in het kader van de grensoverschrijdende fusie een belangrijke rol toebedacht. Die rol komt grotendeels overeen met zijn rol bij nationale fusies.

Op grond van art. 328 lid 1 dient hij met betrekking tot de ruilverhouding bij een nationale fusie *een fairness opinion* [\[noot:44\]](#)

af te geven. Daarnaast dient hij bij een grensoverschrijdende fusie te verklaren dat de som van de eigen vermogens van de verdwijnende vennootschappen elk bepaald naar de dag waarop haar jaarrekening of tussentijdse vermogensopstelling betrekking heeft bij toepassing van in het maatschappelijk verkeer als aanvaardbaar beschouwde waarderingmethoden ten minste overeen kwam met het nominaal gestorte bedrag op de gezamenlijke aandelen die hun aandeelhouders ingevolge de fusie verkrijgen, vermeerderd met betalingen waarop zij krachtens de ruilverhouding recht hebben *en* vermeerderd met het totaal bedrag van schadeloosstellingen waarop aandeelhouders op grond van art. 333h recht kunnen doen gelden. [\[noot:45\]](#) De bedoeling is dat de accountant verklaart dat het eigen vermogen van de verdwijnende vennootschap (-pen) groter is dan de optelsom van het nominaal gestorte kapitaal op de aandelen die worden uitgereikt aan de aandeelhouders van de verdwijnende vennootschap plus de bijbetalingen ex art. 325 lid 2 (de 10% afronding) plus de schadeloosstellingen (hierna: de 'Optelsom'). Deze verklaring dient bij het voorstel tot fusie te worden gedeponereerd bij het Handelsregister van de Kamer van Koophandel. [\[noot:46\]](#)

#### *B. De opdracht aan de accountant gezien in de tijd*

De regeling roept een aantal vragen op.

In de eerste plaats lijkt de opdracht voor de accountant een onmogelijke in de tijd gezien.

Het fusievoorstel wordt gedeponereerd. Na aankondiging van de deponering volgt een maand verzettermijn. Een besluit tot fusie kan eerst worden genomen na verloop van die maand. Pas dan kunnen minderheidsaandeelhouders kenbaar maken tegen de fusie te zijn. Zij hebben vervolgens nog een maand de tijd om van hun uittreedrecht gebruik te maken. [\[noot:47\]](#)

Het lijkt onmogelijk voor de accountant om ook maar enig beeld te hebben van de hoeveelheid uittreeders. Naast het *aantal* uittreeders, en daarmee verband houdend het aantal aandelen dat in het kader van de fusie zal vervallen is, ook het *bedrag* dat aan schadeloosstelling wordt betaald een onzekere grootte. Uitgangspunt voor de vaststelling van de schadeloosstelling is overeenstemming tussen de betrokkenen. In casu is dat de minderheidsaandeelhouder die van zijn uittreedrecht gebruik maakt en de (verdwijnende) vennootschap waarin hij aandelen houdt.

De wettelijke regeling geeft niet aan op welke wijze de schadeloosstelling dient te worden vastgesteld. Volgens de Memorie van Toelichting bij de Implementatiewet zal de schadeloosstelling 'gebruikelijk' worden vastgesteld op het bedrag dat de tegenwaarde vormt voor de aandelen van de minderheidsaandeelhouder in de verdwijnende vennootschap op het moment dat de ruilverhouding bekend wordt [\[noot:48\]](#). Verder lezen wij in die Memorie van Toelichting dat er géén sprake is van een schadevergoeding. Schade die de aandeelhouder stelt te hebben geleden door het 'verlies' van zijn aandelen in de verdwijnende vennootschap wordt niet verstaan onder de schadeloosstelling als bedoeld in het voorgestelde

artikel[noot:49]. Een derde nuancering die wordt gemaakt is dat geschillen over de vraag of de waarde van de aandelen in de verdwijnende vennootschap is beïnvloed door de fusieplannen of bepaalde contractuele voorschriften in ‘deze relatief eenvoudige procedure’ niet thuishoren[noot:50].

Kortom: de wet geeft een enigszins open-end regeling. Partijen kunnen in onderling overleg de schadeloosstelling bepalen, maar de Memorie van Toelichting perkt de vrijheid in door handvatten te geven welke als uitgangspunt zouden kunnen (of moeten?) gelden.

Volgens de Memorie van Toelichting is het ‘goed denkbaar’ dat de verdwijnende vennootschap bij publicatie van een aantal wettelijk voorgeschreven gegevens in de Staatscourant[noot:51] vermeldt wat de schadeloosstelling ‘naar haar oordeel’ zal inhouden. Een weinig zinvolle bepaling. Deze kan hooguit dienen als richtlijn voor de minderheidsaandeelhouder om een oordeel te vormen over de vraag of het gerechtvaardigd is te verwachten dat hij en de vennootschap overeenstemming zullen bereiken over de hoogte van de schadeloosstelling. Als daarvan geen sprake is, zal moeten worden teruggevallen op de wettelijke regeling dat de schadeloosstelling wordt vastgesteld door een of meer onafhankelijke deskundige(n), welke op verzoek van de meest gereede partij wordt (of worden) benoemd door de voorzitter van de ondernemingskamer van het gerechtshof in Amsterdam[noot:52].

Kortom; het bedrag van de schadeloosstelling zal allerm minst vast hoeven staan op het moment dat de accountant zijn verklaring opstelt.

### *C. Het eigen vermogen in relatie tot de Optelsom*

Maar ook als er al wel een inschatting zou kunnen worden gemaakt van de hoogte van de uit te keren schadeloosstellingen is de kous niet af. Wanneer het eigen vermogen van de verdwijnende vennootschappen kleiner is dan de Optelsom is dat in strijd met wat de accountant zou moeten verklaren met als gevolg dat de accountantsverklaring niet zal worden afgegeven, aan de vereisten voor de fusie niet is voldaan en de fusie dus niet door kan gaan. Zelfs als ervan wordt uitgegaan dat de schadeloosstelling gelijk zal zijn aan de marktwaarde kan door het totaal van de schadeloosstellingen het eigen vermogen kleiner zijn dan de Optelsom. Dit doet zich voor indien de totale waarde van de aandelen van de tegenstemmende aandeelhouders (veel) groter is dan het eigen vermogen. Ervan uitgaande dat de schadeloosstelling gelijk is aan de marktwaarde van de aandelen van de uittredende aandeelhouders heeft dat tot gevolg dat bij een voor een fusie vereiste meerderheid van  $\frac{2}{3}$ ,  $\frac{1}{3}$  van de aandeelhouders tegen het fusiebesluit kunnen stemmen en om een schadeloosstelling kunnen verzoeken. Bij beursfondsen is dit  $\frac{1}{3}$  deel van de marktkapitalisatie. Die conclusie is nog aan de voorzichtige kant als geconcludeerd zou kunnen worden dat de hiervoor beschreven 118a-certificaathouders ook bescherming genieten indien zij niet over de stemvolmacht beschikken.

Indien  $\frac{1}{3}$  van de marktwaarde van de gehele vennootschap groter is dan het eigen vermogen - en stelt men de totale nominale waarde en eventuele bijbetalingen ter afronding van de ruilverhouding voor het rekenvoorbeeld even op nul - dan is het op grond van de tekst van art. 333g eerste lid j° art. 2:328 lid 1 tweede volzin voor de accountant ten enenmale onmogelijk om de daar bedoelde verklaring af te leggen. De fusie kan dan niet doorgaan. Uit het volgende overzicht van enkele willekeurig gekozen, grotere Nederlandse beursfondsen blijkt dat het geen theoretisch probleem is!

	<b>Kolom 1</b> <a href="#">[noot:53]</a>	<b>Kolom 2</b> <a href="#">[noot:54]</a>	<b>Kolom 3</b> <a href="#">[noot:55]</a>
Aegon	19.351	6.450	23.169
Ahold Kon	12.112	4.037	5.199
<i>Akzo Nobel</i>	15.149	5.049	4.144
<i>Arcadis</i>	937	312	23
Balast Nedam	330	110	158
<i>Binckbank</i>	768	256	71
<i>Heineken</i>	22.003	7.334	5.009
<i>TNT</i>	11.234	3.744	1.983
DSM Kon	6.270	2.090	5.784
<i>Imtech</i>	1.330	443	328
ING Groep	58.217	19.405	38.266
<i>KPN Kon</i>	22.686	7.562	4.195
<i>Laurus</i>	387	129	41
<i>Unilever</i>	41.273	13.757	8.838
Nutreco	1.358	452	744
Ordina	485	161	194
<i>Stork</i>	1.451	486	466
Van Lanschot	1.286	428	1.367
Vedior	2.952	984	1.154
<i>Hagemeyer</i>	2.807	935	820

De cursief weergegeven vennootschappen zijn vennootschappen waar 1/3 van de marktkapitalisatie meer is dan het eigen vermogen

Gevolg is dus dat het in ieder geval voor een aantal beursvennootschappen in Nederland onmogelijk zou zijn van de grensoverschrijdende fusie gebruik te maken. Een grensoverschrijdende fusie als sluitstuk van een openbare bieding is dan onmogelijk. Ongetwijfeld zijn er daarnaast vele andere, al of niet beursgenoteerde vennootschappen die van de nieuwe regeling geen gebruik kunnen maken. Een discriminatoire situatie die de wetgever onmogelijk bedoeld kan hebben.

#### *D. Oplossing via de notarisverklaring?*

In de toelichting[\[noot:56\]](#) en de literatuur[\[noot:57\]](#) is gesuggereerd dat de oplossing voor dit probleem is te vinden in de regeling van art. 334i lid 4. Daarin wordt bepaald dat de Nederlandse notaris een verklaring over de naleving van de (vorm)-voorschriften pas kan afgeven, indien er (a) geen verzoeken tot schadeloosstelling zijn ingediend of (b) de schadeloosstelling is betaald of, kortweg, zeker gesteld. Dit mag zo zijn, de notaris legt die verklaring pas af tegen de tijd dat de grensoverschrijdende fusie van kracht zal worden op grond van de regels van het recht dat de verkrijgende vennootschap beheerst. Dat moment ligt later in de tijd dan het moment waarop de accountant volgens het voorgestelde art. 333g zijn verklaring moet afleggen. Als de hierboven geschetste situatie waarin het eigen vermogen kleiner is dan de Optelsom, zich voordoet, dan komt men aan reparatie van het euvel via de notarisverklaring helemaal niet meer toe. Het fusieproces stopt immers al doordat de accountant niet in staat is zijn verklaring af te leggen.

### *E. Enige beschouwingen van de Minister*

Net voor de aanname van de Implementatiewet in de Eerste Kamer is aandacht besteed aan de geschetste problemen rond de accountantsverklaring.

Interessant is de beschouwing van de Minister op dit punt. Wij citeren een deel van zijn overwegingen:

*De verklaring van de accountant is gebaseerd op de zogenaamde inbrengverklaring van artikel 94b/204b BW. Het doel van die regeling, en ook van artikel 2:328 lid 1 tweede volzin en het voorgestelde artikel 333 g lid 1, is te bewerkstelligen dat de verkrijgende vennootschap geen aandelen uitreikt voor een hoger nominaal bedrag dan de waarde van wat zij in ruil daarvoor krijgt. (...) In de verklaring behoeft de accountant niet aan te geven wat het concrete bedrag is waartegen aandeelhouders zijn uitgetreden. Dat kan hij ook niet(..); ofschoon het voorgestelde artikel 333d onder f wel bepaalt dat een voorstel voor de hoogte van de schadeloosstelling moet worden gedaan, behoeft dat niet de uiteindelijk te betalen schadeloosstelling te zijn. De accountant moet in zijn verklaring alleen de wat men zou kunnen noemen 'bandbreedte' aangeven, dat wil zeggen, de ruimte die er gelet op de nominale waarde van de uit te reiken aandelen is voor uittreding. Dat is te berekenen. Bij de fusie ontstaat één eigen vermogen dat wordt gevormd door de som van de eigen vermogens van de fuserende vennootschappen. (...). Het nominale te storten bedrag op de aandelen die de aandeelhouders verkrijgen, is uit het fusievoorstel af te leiden; (...). Uit de statuten kan hij verder afleiden welke meerderheid vereist is voor de goedkeuring van de fusie, en daarmee wat de grootst mogelijke minderheid is die kan uittreden zonder het besluit tot fusie zelf in gevaar te brengen (stemmen te veel aandeelhouders tegen, dan wordt het besluit immers in het geheel niet genomen). Tegenover hun uittreden staat dat daarvoor ook geen aandelen behoeven te worden uitgereikt. Hoeveel aandelen dat zou kunnen betreffen, kan worden vastgesteld op basis van de ruilverhouding voor die aandelen. Die ruilverhouding verandert op zichzelf evenwel niet, juist omdat tegenover het niet uitreiken van de aandelen de betaling staat. Ook de verhouding tussen de groepen aandeelhouders van de fuserende vennootschappen wijzigt niet.*

*Met de formulering "Hij moet (...) verklaren dat" in de aanhef van artikel 328 lid 1 tweede volzin wordt aangegeven dat de accountant geen negatieve verklaring kan afleggen; indien hij dit niet kan verklaren, zal de accountant zich van het geven van een verklaring onthouden en kan de akte niet worden gepasseerd omdat de daarvoor benodigde gunstige verklaring ontbreekt. (...)*

*In het algemeen verwacht ik dat het bestuur van de fuserende vennootschap terstond na de algemene vergadering zal trachten met de tegenstemmende minderheidsaandeelhouders die willen uittreden tot overeenstemming te komen voordat de fusie een feit is. Het wetsvoorstel biedt een uitweg voor die gevallen waarin een en ander nog niet voor alle minderheidsaandeelhouders naar tevredenheid is afgewikkeld in het voorgestelde artikel 333i. Denkbaar is dus dat de fusie wordt voltooid voordat de schadeloosstelling is vastgesteld cq dat uiteindelijk in een bepaald geval een hogere schadeloosstelling wordt overeengekomen dan het bedrag waarop de accountant zijn berekening baseerde. Dan kan naderhand komen vast te staan dat het bedrag van de schadeloosstelling het voor uitkering vatbare eigen vermogen overschrijdt, en er dus een tekort ontstaat. Aan de geldigheid van de accountantsverklaring en van het fusiebesluit doet dat niet af. Wel is dan op de Nederlandse verkrijgende vennootschap artikel 2:105/216 BW van toepassing, die ten doel hebben het*

*vermogen in stand te houden en te zorgen dat het niet daalt tot onder de grens van het gestorte kapitaal (vermeerderd met de wettelijke en statutaire reserves). Een regeling van kapitaalbescherming voorkomt niet dat er verliezen kunnen worden geleden, maar brengt wel met zich dat er geen uitkeringen aan aandeelhouders kunnen worden gedaan totdat het tekort, kortweg, is aangezuiverd.*

#### *F. Enige constatering rond de beschouwingen van de Minister*

##### *(i) Functie van de accountantsverklaring*

Uit de door de Minister gegeven toelichting komt een aantal zaken naar voren.

De Minister erkent dat de accountant nog geen uitsluitsel kan geven over de te betalen schadeloosstellingen. Wel kan de accountant de bandbreedte aangeven, dat wil zeggen: de ruimte die er gelet op de nominale waarde van de uit te reiken aandelen is voor uittreding. Uit die bandbreedte kan blijken wat het maximum bedrag is dat voor schadeloosstelling beschikbaar is. Dat kan leiden tot een bedrag per aandeel dat in het voorbeeld onder de marktwaarde ligt. De Minister erkent dat het uiteindelijk te betalen bedrag hoger kan zijn. Zoals wij hiervoor al constateerden kunnen onderhandelingen leiden tot een prijs die hoger ligt dan de waarde op grond van de ruilverhouding. Maar denkbaar is ook dat het te betalen bedrag gelijk aan de marktwaarde is. Als de schadeloosstelling het voor uitkering vatbare eigen vermogen overschrijdt, en er dus een tekort ontstaat, doet dat aan de geldigheid van de accountantsverklaring en van het fusiebesluit niet af. Afgevraagd kan worden wat de functie van de accountantsverklaring dan nog is. De Minister beantwoordt die vraag impliciet in zijn overwegingen. Op het moment dat de schadeloosstelling het uit de bandbreedte blijkende maximum bedrag overschrijdt is -volgens de Minister- op de Nederlandse verkrijgende vennootschap art. 105/216 van toepassing.

De door de accountant af te geven verklaring zou er dan enkel en alleen zijn om bij een inbound fusie een nulmeting te doen ter vastlegging van het eigen vermogen met het oog op toekomstige uitkeringen aan aandeelhouders en andere tot de winstgerechtigden. Daarmee lijkt de verklaring van art. 328 bij een grensoverschrijdende fusie een andere functie te hebben dan bij nationale fusies. Uit de uittalingen van de Minister valt niet op te maken dat bij nationale fusies de fusie doorgang kan vinden als de som van de eigen vermogens van de verdwijnende vennootschappen niet ten minste overeenkomt met het nominaal gestorte bedrag op de bij de fusie toe te kennen aandelen. Om te bezien of die verschillende functies toelaatbaar zijn dient gekeken te worden naar de basis voor art. 328. Die is te vinden in art. 10 van de Derde Richtlijn[noot:58]. Dat artikel verplicht tot een regeling die in de kern er op neerkomt dat voor elke vennootschap die fuseert een deskundige het voorstel tot fusie onderzoekt en een verslag opstelt met daarin een fairness opinion omtrent de ruilverhouding van de aandelen. Voor de grensoverschrijdende fusie geldt een gelijke regeling. Art. 8 Tiende Richtlijn verwijst voor de inhoud van het deskundigenverslag naar art. 10 lid 2 van de Derde Richtlijn. Beide Richtlijnen verplichten niet tot de tweede zin van art. 328 die het voorschrift met betrekking tot het eigen vermogen geeft.

##### *(ii) Gevolgen van een (te) hoge schadeloosstelling in het buitenland*

Vooropgesteld dat de schadeloosstelling volgens de Nederlandse regeling alleen geldt in het geval dat de Nederlandse vennootschap verdwijnende vennootschap is bij een outbound fusie[noot:59], geeft de redenering van de Minister aanleiding tot nog meer opmerkingen. Bij



de afwikkeling van de schadeloosstelling zijn er, als gezegd, twee mogelijke betalers: de verdwijnende vennootschap en de verkrijgende vennootschap. Over de Nederlandse verdwijnende vennootschap doet de Minister geen uitspraak. Over de Nederlandse verkrijgende vennootschap wel. Het gaat dan per definitie om een inbound fusie[noot:60].

De overwegingen van de Minister[noot:61] leiden er toe dat er een tekort kan ontstaan dat aan de geldigheid van de accountantsverklaring en de fusie niet afdoet, maar wel tot gevolg heeft dat de verkrijgende vennootschap aan haar aandeelhouders geen uitkeringen kan doen voordat het verlies dat als gevolg van die uitkeringen is ontstaan is aangezuiverd. De aandeelhouders in de verkrijgende vennootschap zouden worden ‘gestraft’ voor een (mogelijk) (te) hoge schadeloosstellingbetaling aan uittrekders in het buitenland. Dat is een gevolg als de Nederlandse verkrijgende vennootschap reeds bestaat. Mogelijk is ook dat de Nederlandse verkrijgende vennootschap in het kader van de fusie wordt opgericht. Los van toekomstige uitkeringsbeperkingen op grond van art. 105/216 heeft dat tot gevolg dat de bij de fusie uit te reiken aandelen niet zijn volgestort. De overweging van de Minister ‘(..) *cq dat uiteindelijk in een bepaald geval een hogere schadeloosstelling wordt overeengekomen dan het bedrag waarop de accountant zijn berekening baseerde*’ lijkt er niet van uit te gaan dat een reeds afgewikkelde schadeloosstellingregeling in het buitenland boven de ruimte die de accountant in zijn verklaring had gesignaleerd aan de oprichting in de weg staat. Mocht als gevolg van een dergelijke bovenmatige schadeloosstelling in het buitenland niet aan de door de Nederlandse wet gestelde minimum kapitaaleisen zijn voldaan, dan heeft dat vergaande sancties voor bestuurders tot gevolg; zij zijn naast de vennootschap hoofdelijk aansprakelijk voor iedere rechtshandeling waardoor de vennootschap wordt verbonden in het tijdvak voordat het gestorte deel van het kapitaal ten minste het bij oprichting voorgeschreven minimum kapitaal bedraagt alsmede voor iedere rechtshandeling waardoor de vennootschap wordt verbonden in het tijdvak voordat het bij oprichting geplaatste kapitaal ten minste een vierde van het nominale bedrag is gestort.[noot:62] Een niet al te prettige start voor bestuurders van een nieuw opgerichte verkrijgende Nederlandse vennootschap.

Wordt de schadeloosstelling niet afgewikkeld in het buitenland dan zal de afwikkeling moeten geschieden door de verkrijgende Nederlandse vennootschap. Op betalingen van schadeloosstellingen aan uitgetreden aandeelhouders in de verdwenen buitenlandse vennootschappen lijkt art. 105/216 niet van toepassing. Dat artikel ziet immers op uitkeringen aan aandeelhouders en andere gerechtigden tot de voor uitkering vatbare winst. De ontvangers van de schadeloosstelling zijn dat -als gevolg van het gebruik maken van de buitenlandse equivalent van art. 333h- niet meer. Maar of het bestuur gezien de recente jurisprudentie op het gebied van uitkeringen en betalingen die tot gevolg hebben dat (andere) schuldeisers niet meer betaald kunnen worden[noot:63] genegen zal zijn dergelijke betalingen ook daadwerkelijk uit te voeren wagen wij te betwijfelen.

### *(iii) Inbound versus outbound*

De constatering en vermoedens zoals geschetst, staan min of meer los van art. 328.

Zij worden geplaatst in het licht van de opmerking van de Minister dat:

- i. wanneer het bedrag van de schadeloosstelling het voor uitkering vatbare eigen vermogen overschrijdt, en er dus een tekort ontstaat;
- ii. de accountantsverklaring toch geldig is;
- iii. ook het fusiebesluit geldig is;

- iv. maar dan op de *Nederlandse verkrijgende vennootschap* wel art. 2:105/216 BW van toepassing is.

De tekst van de wet maar ook de uitlatingen van de Minister[noot:64] wijzen in de richting dat art. 328 lid 1 tweede zin toepassing vindt bij zowel een inbound fusie als bij een outbound fusie. De Minister gaat uit van het volgende systeem. De accountant moet de eigen vermogens van de fuserende vennootschappen bij elkaar optellen. Vervolgens moet hij dat afzetten tegen de nominale waarde van de aandelen die in het kader van de fusie worden toegekend met als doel te bewerkstelligen dat de verkrijgende vennootschap geen aandelen uitreikt voor een hoger nominaal bedrag dan de waarde van wat zij daarvoor in ruil krijgt. Bij een outbound fusie is dat een vergaande inmenging van de Nederlandse wetgever in een buitenlands systeem. Immers, de regeling vloeit niet voort uit de Derde Richtlijn of de Tiende Richtlijn. Het kan voor het recht dat de verkrijgende vennootschap beheerst een volkomen onbekende regeling zijn. Het is aan het land van de verkrijgende vennootschap om een dergelijke regeling zelf voor te schrijven als dat aldaar wenselijk wordt geacht. De notaris die het pre fusie attest dient af te geven kan, zich baserend op de uitlatingen van de Minister, aan de buitenlandse betrokken instanties verklaren *dat* de accountant een verklaring heeft afgegeven. De juistheid van die accountantsverklaring is verder niet relevant indien door de betaling van de schadeloosstelling -voor zover die op het moment dat het pre fusie attest wordt afgegeven reeds is afgewikkeld- de uit de verklaring blijkende ruimte is overschreden. Zowel de accountantsverklaring als het besluit tot fusie zijn geldig. Het is dan aan de verkrijgende vennootschap na te gaan welke gevolgen haar eigen recht aan die situatie verbindt.

Bij een inbound fusie etaleert zich ook een bijzonderheid. Als het doel van de regeling is, zoals de Minister zelf schrijft, te bewerkstelligen dat de verkrijgende vennootschap geen aandelen uitreikt voor een hoger nominaal bedrag dan de waarde van wat zij in ruil daarvoor krijgt, is het van belang om te weten welke schadeloosstellingen er aan daar uittredende aandeelhouders worden betaald. Op grond van art. 333g moet in de verklaring van art. 328 eerste lid tweede volzin worden meegenomen het totaal bedrag van schadeloosstellingen waarop aandeelhouders *op grond van art. 333h* recht kunnen doen gelden. Die betalingen spelen niet bij een inbound fusie. Art. 333h is slechts van toepassing op een outbound fusie. Wat wel bij een inbound fusie kan spelen zijn betalingen aan minderheidsaandeelhouders die in het buitenland uittreden op grond van een eigen regeling die gebaseerd is op art. 4 lid 2 van de Tiende Richtlijn. Maar de eigen buitenlandse regelingen worden niet meegenomen in de toevoeging aan art. 328 lid 2!

Wanneer op grond van een buitenlandse equivalent van art. 333h een verlies ontstaat lijkt ook dat echter aan de geldigheid van de fusie geen afbreuk te doen. De verkrijgende vennootschap wordt -ook in deze situatiegeconfronteerd met art. 105/216. Naar onze mening spelen in deze situaties ook de bestuurdersaansprakelijkheid als bedoeld in art. 69/180[noot:65] en de in de jurisprudentie uitgewerkte gevolgen van betalingen die als resultaat hebben dat de vennootschap niet kan voortgaan met het voldoen van haar schulden een rol[noot:66].

Het komt onlogisch voor dat de wetgever voor een inbound fusie niet voorschrijft dat rekening moet worden gehouden met 'het totaal bedrag van schadeloosstellingen waarop aandeelhouders recht kunnen doen gelden' terwijl zij dat bij een outbound fusie wel doet, maar dan alleen voor uittreders in Nederland.[noot:67] Dat combinerend met de toelichting van de Minister dat aan overschrijding van de ruimte voor de schadeloosstelling geen gevolgen zijn verbonden voor de geldigheid van de accountantsverklaring en het besluit tot fusie, doet vermoeden dat ook de wetgever is geschrokken van de tekst van de wet in het

wetsvoorstel en de onwenselijke gevolgen daarvan toch heeft overzien. Het lijkt erop dat, zeker na het bericht dat de Europese Unie een procedure dreigde te starten tegen Nederland, omwille van de snelheid bewust ervoor gekozen is met een soort van noodtoelichting de gevolgen van de tekst van art. 328 lid 1 tweede zin te elimineren. Aanpassing van het wetsvoorstel zou te veel tijd in beslag genomen hebben.

#### *G. Pleidooi voor afschaffing art. 328 lid 1 tweede zin*

Nu de regeling leidt tot onduidelijkheid, op verschillende wijzen lijkt te worden toegepast, niet verplicht is op grond van de relevante Richtlijnen en bovendien ook zonder de regel art. 105/216 in bepaalde situaties toepassing vindt, zouden wij ervoor willen pleiten art. 328 lid 1 tweede zin alsnog af te schaffen. Voor de BV past een dergelijke afschaffing ons inziens overigens ook in het systeem zoals wordt voorgesteld voor de flex-BV. De rol van de accountant in het kader van kapitaalbescherming wordt daar -bijvoorbeeld door afschaffing van de accountantsverklaringteruggedrongen.

## **VI. Conclusie**

De wet ter implementatie van de Tiende Richtlijn is op 15 juli 2008 in werking getreden.

Daarbij is een beschermingsregeling in de wet opgenomen voor minderheidsaandeelhouders van een Nederlandse verdwijnende vennootschap die tegen de grensoverschrijdende fusie (outbound fusie) stemmen.

De positie van certificaathouders als bedoeld in art. 118a is onzeker als gevolg van het niet aansluiten van de tekst van art. 333h bij het handhaven van de leden 2 tot en met 4 van art. 118a.

Hoe in het kader van de beschermingsregeling moet worden omgegaan met stemrechtbeperkingen, pandrecht en vruchtgebruik is niet duidelijk. Bij de invoering van de Wet vereenvoudiging en flexibilisering van het BV recht lijkt aanpassing noodzakelijk voor situaties waarin een verdwijnende vennootschap stemrechtloze aandelen kent.

Art. 328 lid 1 tweede zin en de uitbreiding van art. 333g lid 1 zijn niet gebaseerd op een dwingende bepaling die voortvloeit uit de Derde of de Tiende richtlijn.

Bij een outbound fusie kan de regeling leiden tot inmenging van een Nederlandse accountant in het toepasselijke buitenlandse systeem. Voor zover als gevolg van schadeloosstellingbetalingen aan uittredende minderheidsaandeelhouders in een Nederlandse verdwijnende vennootschap niet langer aan de (door de Nederlandse wet) gestelde vermogensgrens wordt voldaan, verbindt de Nederlandse wetgever op grond van uitspraken van de Minister, anders dan de wettekst doet vermoeden daaraan geen gevolgen.

Bij een inbound fusie lijkt de uit art. 328 lid 1 tweede zin juncto art. 333g lid 1 voortvloeiende verklaring van de accountant slechts tot doel te hebben een nulmeting voor de toepasselijkheid van art. 105/216 uit te voeren.

Art. 328 lid 2 juncto art. 333g lid 1 roept bij een grensoverschrijdende fusie meer vragen op dan zij doet beantwoorden. De Minister heeft getracht de in de wettekst te lezen discriminatoire regeling teniet te doen door een combinatie te maken van elkaar bijtende

regelingen. Veel eenvoudiger is het probleem op te lossen door art. 333g te schrappen en art. 328 lid 1 tweede zin niet van toepassing te verklaren op grensoverschrijdende fusies. Met het oog op de veranderde visie op kapitaalbescherming zoals wij die terugvinden in onder andere jurisprudentie en het wetsvoorstel ten aanzien van de flex-BV kan overwogen worden art. 328 lid 1 tweede zin ook voor nationale fusies en grensoverschrijdende inbound fusies waarbij verdwijnende Nederlandse vennootschappen betrokken zijn te schrappen.

[1]

Wijziging van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek in verband met de implementatie van richtlijn nr. 2005/56/EG van het Europese Parlement en de Raad van de Europese Unie betreffende grensoverschrijdende fusies van kapitaalvennootschappen (PbEU L 310).

[2]

Stsbl. 2008, nr. 261.

[3]

Zie bijv. H.J.M.M. van Boxel. 'De rol van de notaris bij de grensoverschrijdende fusie', WPNR 6721, p. 701.

[4]

Zie de persinformatie van de Europese Unie ([www.europa-nu.nl](http://www.europa-nu.nl)). Persbericht van 5 juni 2008, IP/08/872.

[5]

Zie WPNR 6721.

[6]

Zie bijvoorbeeld de bijdragen van M.E. Koppenol-Laforce en H.J.M.M. van Boxel in WPNR 6721.

[7]

Zie bijvoorbeeld A.F.J.A. Leijten, 'Het uittreedrecht voor aandeelhouders volgens het wetsvoorstel grensoverschrijdende fusies (30 929)' Ondernemingsrecht 2007-8, p. 305-311, I. Zandbergen, 'Leave it, or take it' Ondernemingsrecht 2008-7, p. 252-258.

[8]

Richtlijn 2005/56/EG van het Europese Parlement en de Raad van de Europese Unie inzake grensoverschrijdende fusies van kapitaalvennootschappen (Pb EU L 310).

[9]

Aldus art. 4 lid 2 Tiende Richtlijn.

[\[10\]](#)

Aldus de derde overweging bij de Tiende Richtlijn, zie overigens TK 2006-2007, 30 929, nr. 3 p. 17.

[\[11\]](#)

Of aan die eis wordt voldaan zal beoordeeld kunnen worden door de Europese rechter.

[\[12\]](#)

Art. 317 lid 3.

[\[13\]](#)

Art. 317 lid 4.

[\[14\]](#)

Art. 320 lid 1.

[\[15\]](#)

Art. 320 lid 2 eerste zin.

[\[16\]](#)

Indien het maatschappelijk kapitaal in aandelen van een zelfde bedrag is verdeeld brengt iedere aandeelhouder zoveel stemmen uit als hij aandelen heeft.

[\[17\]](#)

Zie art. 118/228 lid 5. Ook andere vormen van stemrechtbeperking zijn mogelijk. Deze blijven hier verder buiten toepassing.

[\[18\]](#)

Vanzelfsprekend kan een nog extremer voorbeeld worden gekozen.

[\[19\]](#)

Tenzij daarmee de toets van de proportionaliteit niet wordt doorstaan. Daar lijkt de wettelijke regeling geen rekening mee te hebben gehouden.

[\[20\]](#)

Wet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht. TK 2006-2007, 31 058, nr. 2.

[\[21\]](#)

Art. 216 lid 7 Wetsvoorstel Wet vereenvoudiging en flexibilisering bvrecht.

[\[22\]](#)

Zie art 190 Wetsvoorstel Wet vereenvoudiging en flexibilisering bv-recht

[\[23\]](#)

In de flex BV zal overigens het minimumkapitaal worden afgeschaft: € 18.000,00 is dan niet vereist.

[\[24\]](#)

‘Minderheidsaandeelhouders dienen zich neer te leggen bij het meerderheidsbesluit van de algemene vergadering’ aldus de Minister in de MvT TK 2003-2004, 29 309, nr. 3 p. 9. Zie ook HR 17 mei 1991, NJ 1991,645 m. nt. Ma (Tonnema).

[\[25\]](#)

Zie TK, 2006-2007, 30 292, nr. 3, p. 17.

[\[26\]](#)

TK, 2006-2007, 30 292, nr. 3, p. 17.

[\[27\]](#)

Art. 333h lid 4.

[\[28\]](#)

TK, 2006-2007, 30 292, nr. 3, p. 20.

[\[29\]](#)

Richtlijn nr. 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van de Europese Unie van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, PbEU L 142.

[\[30\]](#)

Bijvoorbeeld o.g.v. het bepaalde van art. 118a lid 2 sub c in het kader van een voorgenomen grensoverschrijdende fusie.

[\[31\]](#)

M. van Olffen, ‘Implementatie 13e Richtlijn’, WPNR 2008, 6743, p. 153.

[\[32\]](#)

Zie Van Olffen a.w. en de daarin opgenomen verwijzingen naar derden.

[\[33\]](#)

Art. 2:330.

[\[34\]](#)

De tekst van art. 333h lijkt tot een andere conclusie te leiden.

[\[35\]](#)

TK, 2006-2007, 30 292, nr. 3, p. 20.

[\[36\]](#)

Art. 118a lid 2 letter c.

[\[37\]](#)

Zie art 118a lid 2 sub c.

[\[38\]](#)

Als voorbeeld valt te denken aan certificeringen in het kader van opvolging binnen familiebedrijven.

[\[39\]](#)

Te denken valt hierbij met name ook aan het wettelijk vruchtgebruik voortvloeiend uit de art. 4:19 en 21

[\[40\]](#)

Zie hierover ook Van Boxel a.w., zie ook Leijten a.w.

[\[41\]](#)

Art. 10 lid 3 Tiende Richtlijn.

[\[42\]](#)

EK, 2007-2008, 30 929, E, p. 5.

[\[43\]](#)

Leijten a.w., p. 308-309.

[\[44\]](#)

Hij verklaart *of* de ruilverhouding naar zijn oordeel redelijk is.



[\[45\]](#)

Art 328 lid 1 jo art. 333g lid 1.

[\[46\]](#)

Art 328 lid 4 jo art. 314.

[\[47\]](#)

Art 333h lid 1.

[\[48\]](#)

TK, 2006-2007, 30 292, nr. 3, p. 18.

[\[49\]](#)

TK, 2006-2007, 30 292, nr. 3, p. 19.

[\[50\]](#)

TK, 2006-2007, 30 292, nr. 3, p. 19.

[\[51\]](#)

Zie art. 333e.

[\[52\]](#)

Art. 333h lid 2.

[\[53\]](#)

Kolom 1 geeft weer de marktkapitalisatie in mln, gebaseerd op een beurskoers gedurende week 50 in 2007.

[\[54\]](#)

Kolom 2 geeft weer 1/3 van de marktkapitalisatie. Hier wordt uitgegaan van een 2/3 meerderheid voor een fusie.

[\[55\]](#)

Kolom 3 geeft weer het eigen vermogen volgens de vennootschappelijke balans (in mln) per het einde van het eind 2007 meest recent afgesloten boekjaar.

[\[56\]](#)

TK, 2006-2007, 30 929, nr. 3, p. 21-22.

[\[57\]](#)

E.E.G. Gepken-Jager, Ondernemingsrecht 2007-8, p. 300-301.

[\[58\]](#)

Derde richtlijn van de raad van 9 oktober 1978 betreffende fusies van naamloze vennootschappen, PB EG L 295/36.

[\[59\]](#)

Bij een outbound fusie wordt de verkrijgende vennootschap beheerst door het recht van een andere lidstaat. De Nederlandse betrokken vennootschap is verdwijnende vennootschap.

[\[60\]](#)

Bij een inbound fusie wordt de verkrijgende vennootschap beheerst door Nederlands recht. De Nederlandse betrokken vennootschap is verkrijgende vennootschap.

[\[61\]](#)

Zie o.m. de overweging: *‘Denkbaar is dus dat de fusie wordt voltooid voordat de schadeloosstelling is vastgesteld cq dat uiteindelijk in een bepaald geval een hogere schadeloosstelling wordt overeengekomen dan het bedrag waarop de accountant zijn berekening baseerde.*

[\[62\]](#)

Art 69/180 lid 2.

[\[63\]](#)

Zie o.m. HR 6 oktober 1989, NJ 1990, 286, m. nt. Ma (Beklamel), HR 8 november 1991, NJ 1992, 174, m.nt. Ma (Nimox) en HR 6 februari 2004, JOR 2004, 67 m.nt. I (Reinders Didam).

[\[64\]](#)

Lees in dit verband de volgende, hiervoor al aangehaalde overwegingen: ‘Het doel (...) van artikel 2:328 lid 1 tweede volzin en het voorgestelde artikel 333g lid 1, is te bewerkstelligen dat de verkrijgende vennootschap geen aandelen uitreikt voor een hoger nominaal bedrag dan de waarde van wat zij in ruil daarvoor krijgt.’ en ‘De accountant moet in zijn verklaring alleen de wat men zou kunnen noemen ‘bandbreedte’ aangeven, dat wil zeggen, de ruimte die er gelet op de nominale waarde van de uit te reiken aandelen is voor uittreding. Dat is te berekenen. Bij de fusie ontstaat één eigen vermogen dat wordt gevormd door de som van de eigen vermogens van de fuserende vennootschappen. Die laatste som is voor de accountants vast te stellen op basis van de bestaande jaarrekeningen. Het nominale te storten bedrag op de aandelen die de aandeelhouders verkrijgen, is uit het fusievoorstel af te leiden; (...).’

[\[65\]](#)

Zie ook noot 62.

[\[66\]](#)

Zie ook noot 63.

[\[67\]](#)

Er kunnen meerdere jurisdicties betrokken zijn.